

■乱弹

## 今天,我抛五块引玉小砖

每遇股市下跌,总有很多人在抱怨政府,我反对这样的抱怨。这些抱怨的话,有些是不负责任的,也有些是一时的气话,而且都不是建设性的。虽然在资产管理公司做投资银行业务多年,但对股市,我其实是外行,下面谈的五点,当然也可能是有错误的。但是这些都经过我仔细思考,都是真诚的,我希望它能为建设中国资本市场起抛砖引玉的作用。

◎周洛华

专栏作者

上海大学金融学副教授



### 政策措施应该促进市场稳定预期

有政府官员表示,长期来看,资本利得税是必须的。我认为,如果我们建立股市之初就有了这个税种,那么,该税种确实可以帮助大家建立一种长期的投资理念;短期炒作的税收高,长期持股的税收低,这个机制是正确而有效的。但是,即然我们从没有开征过这个税种,一旦开征,就会引起暴跌,并使得市场交易长期清淡。政府官员们总是说短期不开征,长期要开征,这样的讲法不利于市场建立稳定的预期。我建议:用法律形式确定今后也不开征资本利得税。这样有利于中国股市的长期发展。

### 尽可能降低交易成本才符合科学发展观

世界各国股市都在吸引最好的全球公司来上市,为此,他们想方设法提高市场的效率。而我国股市在反其道而行,目前采取的一些措施如加收印花税,实行T+1等,都不利于市场的流动性。管理者希望让投资者理性一些,愿望很好,但这个想法本身是幼稚的,世间并无绝对的理性标尺,说市盈率超过15倍就是轻度非理性,超过25倍就是重度非理性,这种想法本身,不符合马克思主义。管理金融市场应该遵循唯物主义的基本世界观;我们不讨论投资者是否理性,我们只关心市场是否有效。为了维护市场的有效性,我们就必须尽可能降低交易成本,这是符合科学发展观的。我们不能通过提高市场交易成本,抑止市场效率,来实现我们心目中的所谓理性。只要市场是公平有效的,会自然而然地将一项资产的真实价值表达出来,我们只能接受这个结果,而不能主观地判断这个结果是否理性,更不能根据我们的主观意志去影响市场定价。

### 国企应真正成为市场竞争者而非垄断者

我国大型国有企业去海外上市的结果是:拿到了一个很低的定价(如果有人认为这样的低价是理性的话,他不仅是一个唯心主义者,还是一个受殖民主义思想毒害很深的人),我们应该果断地回购这些在海外市场上低价转让的优质中国公司股票,维护国有资产的价值。为此,我们可以在A股市场增加大蓝筹的供应数量,进一步减少优质股票的稀缺性。与此同时,我们还应该把获得流通权的国有股抛出,获得收益之后,注入社保,让全体老百姓享受中国经济发展的成果。国有股抛出之后,还能够从根本上改变政府办公公司的情况,进一步增加这些企业的竞争力。现在所有国有控股的公司,其实都是兄弟公司,其父母就是国资委。这样的局面,不利于鼓励竞争,不利于提高效率。我们的制度安排始终是从发展生产力的角度出发去考虑问题,而不是从增强政府对经济的控制力的角度去考虑问题。

一个更大的隐患是:股指期货推出以后,“国有股实际不流通”的特点很容易导致市场被操纵,比如在收盘日猛拉中国银行、中国工商银行,那将导致所有做空指数的投资者损失惨重。我们应该追本溯源,在源头解决问题,让国有企业真正成为市场中的竞争者,而不是垄断者。

### 开放私募股权投资可以一举数得

A股市场资金为什么太多?为什么老外可以去投资私募股权?为什么产业基金议论了10年至今还没有立法批准?如果我们产业基金公司,而且获利丰厚,募集老百姓的余钱,去投资那些现在还没有上市,成长性良好的公司股权,就可以从A股分流一大批资金,既解决中小企业融资之难,也使老百姓有资格购买法人股,并从中获利。

追逐利润是人的本性,为什么我们只允许国有企业发挥本性呢?难道对自然人有歧视政策吗?当然,最初的私募股权投资基金应该由那些信誉好的专业机构来打理,否则有可能给老百姓带来损失,对非法股权买卖,当然要打击,但是疏导远胜严堵,那才是治本之道。

### 资本市场就意味着创新、突围、求变

资本市场从来就是最讲创新的,正是因为不敢创新,不敢突围,不敢求变,导致了许许多多本该该有的创新产品比如地方政府债券、公司债券、股指期货、融资融券等等,议论了多年,迟迟推不出来。现在中国股市一天的成交量是纽约市场的两倍,这样大的市场没有对冲工具,是会走出暴涨暴跌行情的。防止这种情况发生的办法就是尽可能多地创造金融工具,让各种风险都有合适的杠杆比例和交易载体来表达。那样,市场的定价功能就能正常发挥作用了,A股市场也不会过火火爆了。A股市场一直缺乏市场主导、增发换股式的并购,导致中国各地重复建设,每个地方国企背后都有地方政府,所以低效率的企业可以生存,可以重组,ST都可以期待,这其实是地方政府的利益扼杀了市场定价机制,如果让企业的自主并购行为成为市场的主流,还会有人去猛炒ST股票吗?我希望政府不要总考虑如何让投资人理性起来,不妨换个角度,多想想如何建设一个完善的资本市场,并且,尊重它,爱护它。



国际金融大鳄的动向值得我们高度警惕

“唾沫也能淹死人”——人言可畏!这是市井民间对语言力量的通俗概括。本栏上周提到某教授的《语言的经济力量》一文,言犹未尽,笔者今天想以眼下对中国以至全球来讲的两个经济热点问题为切入点再剖析一下人云亦云、以讹传讹的那种破坏性威力。

这两年我们习惯了人民币币值被低估而必然大幅升值的声音,似乎人民币低估已是思考中国经济形势与制定政策的当然前提。可又有多少人认真地研究过人民币到底有没有被低估?仔细分析过各类经济变量与汇率到底是什么关系?这样的思维定式,让汇率问题成了他国与跨国集团挟世界舆论攫取中国利益的“利器”,如何不让美日欧国家提人民币升值,似乎成了中国外交外贸政策的一大要务。

其实,经济问题很简单,说到底就是利益,或者是物质利益,或者是政治利益,如此而已。真正出色的商人与经济学家是将复杂的问题简单化,而那些蹩脚的商人、浅薄的学者以及政客才将原本简单的问题复杂化。

想想,谁何因时何最早提出这

波人民币大幅升值问题的?是2003年春的日本政府!因为小泉内阁对于日本十多年的通货紧缩无能为力而转移政治压力,怪罪中国通过人民币严重低估、大量出口廉价物品而向世界输出通货紧缩。紧随其后的是已处于互联网泡沫破灭、“9·11”事件、阿富汗战争与伊拉克战争泥坑而不能自拔的布什政府,同样为了转移国内政治压力而高调施压人民币大幅升值。此乃政治利益是也!日本政府的无赖论调被林毅夫教授的一句话就给戳破了:2003年中国的对外贸易量仅占世界经济总量的1%左右,“即使中国出口的产品全部免费也不能引起国际的通货紧缩。”

在出于政客政治利益考虑的言论满地飞的同时,跨国金融投机力量蜂拥而来,非得从中狠赚一把不可。此乃物质利益是也!如果能够引起人民币大幅波动并从中投机,他们才不管你的是贬值还是升值呢!只要有利于投机,他们同样会利用多种渠道摆出投入,进而为存款准备金率的进一步上调扫清障碍。

■心有灵犀

## 中长期存款利率上浮10%,如何



◎袁宜

华东师范大学世界经济专业博士生

5月CPI数据高企,贸易顺差如故,这令货币政策调控将至的预期骤增。下一步货币政策会怎么调,自然成了市场热议的焦点。

中央银行所掌握的货币政策工具,主要包括公开市场操作、存款准备金率以及再贴现率。由于我国央行的国债储备不足,公开市场操作采取了发行央行票据这种变通的形式。由于我国的利率还未完全市场化,央行在调整再贴现率的同时,也能调整存贷款的基准利率。

今年以来,在回收市场剩余流动性的巨大压力下,上述三种货币政策工具都已使用,特别是,存款准备金率和公开市场操作这两项工具使用频繁。

然而在实践中,不断涌入的海外资金将货币政策吸收过剩流动性的努力一次次地抵消了,从总量上看,国内流动性过剩的局面依然存在。同时,随着货币政策的不断运用,一些市场困境和结构性的矛盾逐渐显现,显示出当前货币政策操作存在局限。

就公开市场操作(央票发行)而言,由于央行票据存量规模不断增加,央票在商业银行等金融机构资产组合中的占比不断攀升,出于合理配置资产的考虑,金融机构继续购入央行票据的积极性正在降低,央票发行正遭遇成本不断提高的困境,公开市场操作遭遇瓶颈。

就存款准备金率工具而言,尽管国内银行业整体的超额准备金比例依然不低,但由于货币市场和银行间市场调剂资金余缺的功能存在一定障碍,以及储蓄资金向大银行集中的趋势,频繁提高准备金率已令市场资金出现结构性的紧缺,部分中小银行已陷入流动性紧张的境地。

就再贴现率和存贷款基准利率工具而言,由于人民币正处于对美元升值的进程中,保持中美间合理的利差水平,对于缓解海外资金蜂拥进入中国的局面是有一定帮助的。然而,鉴于美联储的升息进程陷于停滞状态,同时,我国的人民币存款利率已经历数次上调,中美两国利差已经收敛至较小的水平,再继续全面上调人民币利率,缩小中美利差,很可能将加剧海外资金的内流,从而使国内流动性过剩的局面雪上加霜。

此情此景,期盼国内货币政策调

■知无不言

## 听话听声 锣鼓听音

——泡沫论、升值论背后“语言的经济力量”

现代金融战常用的策略就是“信息扰乱”,声东击西,打对手一个措手不及。外汇市场、股票市场上的多次重大跨国投机,无一不是先由政客、经济学家与说客,用事先策划好的“语言”力量去把水搅浑,以便从中渔利的。我们如果能认识到这一点,认真从过去屡次国际金融投机案例中汲取教训,就应对金融尤其是资本市场开放慎重慎重再慎重,并用理性的怀疑眼光审视各种外来的理论观点与声音,才是上策。

◎袁东

中央财经大学教授



的压力。怎么前后才几年呢,我们的精英们就都忘了?

在一片将人民币低估作为经济研究与政策制定的当然前提的声音中,林毅夫教授发表在《国际经济评

论》(今年5-6期)上的文章称得上“鹤立鸡群”。林教授用简单准确的核心数据与道理,明确清晰而坚定地得出人民币并没有被低估的结论,并对其中的一些国际政治经济背景与缘由分析得十分深刻而到位。在此我想补充的是,按照当前境外有关人民币应该升值的那些逻辑,亚洲金融危机时,周边多种货币大幅贬值,如果当时的人民币也随之同幅贬值,即使到这两年应该升值,人民币的汇率水平也就是目前的水平,又有什么理由要求再进一步大幅升值呢?

与对汇率的呼喊一样,境内外几乎异口同声地讨伐中国股市的高度泡沫,这些声音只是看到了近两年股价指数涨了多少,市盈率比发达市场高出多少。其实,回头看看,中国经济自从亚洲金融危机陷入短时间“通货紧缩”后,迅速恢复到高速增长轨道上来。都说股票市场是国民经济的“晴雨表”、“温度计”,前几年真实气温上升了,2001年至今,经济增长率除2001年为8.3%,其余年份都一直在9%以上,并连续4年超过10%,由于以“股权分置割裂”为主要约束因素的影响,这“温度计”不但不显示真实气温的上升,反而下降;股价指数延续了4年多下滑之势,跌进1000点以内,随着“股权分置改革”和众多大型优质公司的上市,才将这“温度计”好不容易修好,不仅把原来不该下降的“度数”补回来,而且反映了新上升的真实气温,怎么又说这“温度计”失灵了呢?非得人为强行将这“温度计”的度数调下去,低于真实气温,才觉得正常?

这两天看到一个“著名”经济学者讲话,用中部甚至西部的百姓

都入市买股票的现象来佐证股市的泡沫,真叫人啼笑皆非。中西部城乡居民怎么就不可以入市?难道买股票仅是东部城市居民才可涉足的领域?如果硬要说股市应是以机构为主,个人直接买卖的“散户”多了就不健康,那只能说明这个市场信息越来越不透明不畅通,以致人们必须集合起来利用“集体力量”去博弈,才有可能获利。如果一个市场完全是个人直接参与,那就说明这是一个完全透明和信息畅通的健康有效的市场。鉴于现实确实存在信息不对称情形,但只要监管跟得上,那么,一个相对健康的次优市场理应是“散户”与机构各占一定比例,绝对不是机构为主导甚至绝大多数是机构的机构。

你看,“语言的经济力量”多么可畏。就像在战场上,打仗能手总是先用“语言”进行动员与迷惑对手,现代金融战常用的策略就是“信息扰乱”,声东击西,打对手一个措手不及。外汇市场、股票市场上的多次重大跨国投机,无一不是先由政客、经济学家与说客,用事先策划好的“语言”力量去把水搅浑,以便从中渔利的。我们如果能认识到这一点,认真从过去多次国际金融投机案例中汲取教训,就应对金融尤其是资本市场开放慎重慎重再慎重,并用理性的怀疑眼光审视各种外来的理论观点与声音,才是上策。

因此,在我们这个“政府主导型”的“新兴加转轨”市场,当务之急,不是“投资者教育”,而是多张罗些“政府官员与经济学家来讲课”吧。尤其是对经济学家来讲,切不要忘记经济学始终是一门“国民经济学”,首要任务是为保护与增进一国国民福利服务。

■世话实说

通过合作模式主动化、合作层次多样化、合作交流制度化、合作步伐稳健化、合作效应外部化,中韩两国有望在农村金融、金融租赁和衍生产品等领域觅得新的合作空间,在建立亚洲债券市场、实施亚洲货币合作中求得新的突破。

## 韩流汉风遭遇 亚洲区域一体化瓶颈



◎程实

复旦大学国际金融系博士

从“盈盈一水间,脉脉不得语”的长期游离,到“两情若是久长时,又岂在朝朝暮暮”的耳鬓厮磨,中韩转弱共同经历了建交15载的风风雨雨。在2007这个“韩流”“汉风”两相宜的中韩交流年,金融领域的双边合作和交流愈发受到市场的密切关注。

双边金融合作作为经济全球化和区域金融一体化的衍生产物,对于有着“唇亡齿寒”战略伙伴关系的两个新兴经济体而言,具有共同稳定金融市场、携手保障经济增长的重要作用。

十余年来,中韩各类金融机构的相互市场渗透日渐密切。在2004年底,韩国就有17家银行、7家证券公司和10家保险公司抢滩中国金融市场。而2005年韩国承认中国市场经济地位和2006年中国加入WTO金融开放过渡期结束这双重政策瓶颈的突破,掀起了新一轮的纵深双向进入热潮。尽管中国对外资银行开展人民币业务设立了法人资格门槛,韩国各银行仍对全面开拓中国市场趋之若鹜。

同时,中韩金融监管方式的相互学习和有效配合不断增强。早在2002年12月,中国主要金融监管部门就同韩国的金融监督院签订了业务合作谅解备忘录(MOU),韩国银行在2003年于北京设立了办事处,成为首个在中国本土设立代表处的外国央行。此外,作为高端对话常设机制的中韩金融合作会议,则由中国人民银行和韩国财政部共同牵头轮流举办,从1993年开始累计14次的对话交流为增进两国货币当局和金融监管部门间的信息共享、协力作为发挥了重要作用。

在东亚区域一体化制度创新浪潮推动下,中韩金融合作通过货币互换方式建立了融于清迈协议(CMI)之中的危机

阶段实质性金融互助系统。中韩2002年6月在北京签订了20亿美元的货币互换条约;而2005年5月伊斯坦布尔的“ASEAN+3”财长会议又把双边货币互换规模扩大到40亿美元,并且还将两国实际融资规模与IMF贷款规划脱钩部分比例由10%提高到20%。在双边货币合作之外,中韩两国还积极参与和推动亚洲债券市场构想(ABMI)和亚元融资的方式共同促进了区域金融多边合作的发展,亚洲区域内跨国直接融资的形势改善和亚洲货币单位的破茧而出都与中韩金融合作的有效开展息息相关。

虽然中韩金融合作已取得令人信服的阶段性成果,但从现在看来,有四重瓶颈成了两国面临的共同问题。第一重瓶颈在于合作模式。中韩金融合作目前看来大致可以归结为风险导向型和金融深层次结构的被动模式,缺乏微观层次和宏观层次针对潜在风险或是在潜在双赢空间的主动合作。第二重瓶颈在于合作氛围,中韩金融合作与中韩经贸往来具有较强共同波动周期,而中韩出口结构的同质性变化给金融合作良好氛围的维持埋下了隐患。第三重瓶颈在于合作环境,由于缺乏类似欧盟中德、法那样的核心中坚势力,亚洲统一货币区的建立受到博弈力量分散的制约,鉴于日本经济的近期复兴,区域内主导权之争将成为亚洲货币合作深入

开展的潜在掣肘,而多边合作可能的进展受限将直接给中韩金融双边合作带来负面影响。第四重瓶颈在于合作风险,由于预期中国金融体系正处于制度完善的攻坚阶段,过于快速的金融开放可能会给变化剧烈的金融市场带来类似于“20世纪90年代日本经济危机”的较大冲击,因此中韩金融合作出于风险规避的需要在短期内可能邂逅速度瓶颈。展望未来,中韩金融合作需要通过五“化”发展突破瓶颈,推动稳健和谐的合作发展。合作模式主动化是减少合作盲点的未来发展方向,通过对金融体系结构和经济增强的未来同质性比较,两国将在农村金融、金融租赁、衍生产品等合作较少领域寻觅可能的合作空间。合作层次多元化是挖掘中韩金融合作潜力的未来发展方向,通过国家与国家、城市与城市、区域与区域之间的多层次金融合作方式区分,两国将在多层次金融合作方面获得突破。合作交流制度化是保障中韩金融合作信息畅通的未来发展方向,通过货币政策当局和金融监管机构的常设会议型交流体制的巩固和完善,两国将在缩小信息不对称的过程中保障政策搭配和共同监管的协调性。合作步伐稳健化是化解过度开放风险的未来发展方向,通过在汇率合作等敏感区域循序渐进的合作开展,两国将在双边合作的有效增强中有力控制开放风险的积累。合作效应外部化是以双边合作和谐进展推动多边合作博弈均衡改善的未来发展方向,通过中韩在亚洲债券市场建立、亚洲货币合作中协同战略的制定和实施,中韩两国将可能以共同主导区域货币一体化进展的方式限制博弈均衡向各自为政的“囚徒困境”演化,推动亚洲一体化发展的整体发展。